

TUNDRA SUSTAINABLE FRONTIER FUND

MÅNADSBREV
APRIL 2026

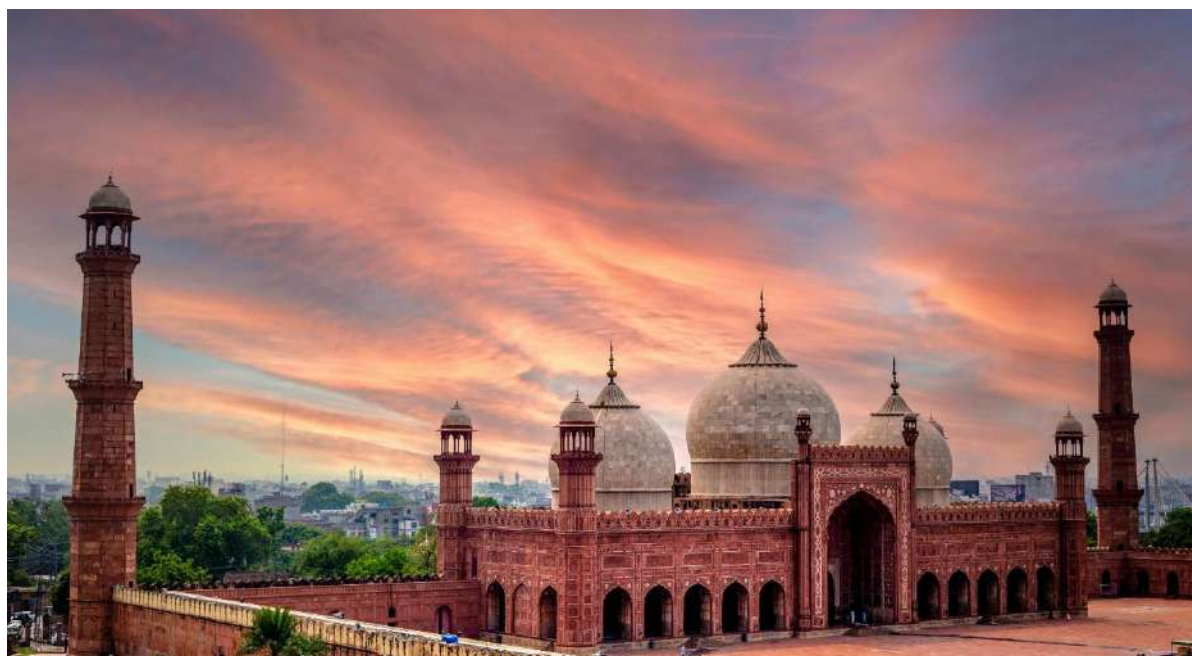


TUNDRA
FONDER

ÅTERHÄMTNING UNDER APRIL

Under april månad steg fonden 3%, jämfört med MSCI FMxGCC Net TR (SEK) som ökade 8,4%, och MSCI EM Net TR (SEK) som steg med 12,4%. Från ett absolut avkastningsperspektiv bidrog Egypten mest positivt (+1,5%), följt av Pakistan (+1,3%) och Nigeria (+1,0%). Största negativa bidragen kom från Vietnam (-1,5%), Filippinerna (-0,6 %) och Indonesien (-0,3%). Relativt index bidrog vår övervikt i Egypten (+1,5%), Nigeria (+1,1%) och Pakistan (+1,0%) mest positivt. Vår undervikt och aktieval i Vietnam (-5,8%), undervikt i Kazakstan (-0,7%) och övervikt i Filippinerna (-0,6%) tyngde mest den relativa avkastningen.

Marknaderna förblev volatila men var överlag positiva, drivet av förändrat geopolitiskt sentiment och ökad riskaptit efter vapenvilan mellan USA och Iran den 7 april. Utvecklingen fortsätter att präglas av makroekonomisk osäkerhet, policybeslut och investerarpositionering. Bland enskilda innehav kom det största bidraget från den egyptiska banken Commercial International Bank (4% av portföljen), som gick upp 16%. Banken väntas leverera hög avkastning tack vare fortsatt höga och oförändrade räntor i Egypten, vilket stödjer bankens marginaler. Det näst största positiva bidraget kom från den pakistanska banken Meezan Bank (9% av portföljen), som steg 6% till följd av högre än väntad vinsttillväxt på 6% under första kvartalet, jämfört med samma period föregående år. Det tredje största bidraget kom från den nigerianska banken Zenith Bank (1% av portföljen) som gick upp 43%. Uppgången drevs av inflöden till banksektorn och optimism inför Nigerias återinträde i FTSE Frontier Index i september 2026, ett beslut som tillkännagavs under mars månad. Det fjärde största positiva bidraget kom från det bangladeshiska bolaget BRAC Bank (6% av portföljen), som steg över 6% efter att ha levererat ett helårsresultat som översteg förväntningarna, samt fortsatt stark tillväxt i inlåning. Vinsten för 2025 steg 48% jämfört med föregående år, och inlåningen ökade med 27%.



Badshahi-moskén, Pakistan. Källa: Unsplash

Det största negativa bidraget kom från det vietnamesiska konglomeratet Ree Corp (5% av portföljen), som vände ned efter stark utveckling förra månaden och föll över 14%. Det näst största negativa bidraget kom från det filippinska livsmedelsbolaget Century Pacific Food (2% av portföljen), som sjönk 22% på rädsla för marginal- och efterfrågestörningar till följd av kriget.

VINGROUP – NÄR NARRATIVET FRIKOPPLAS FRÅN FUNDAMENTA

Vi hade en remarkabelt svag månad i Vietnam. Relativt index bidrog Vietnam denna månad till anmärkningsvärda -5,8% relativavkastning, varav närmare 4% kom från Vingroup (+53% under månaden). Vi har nämnt bolaget tidigare men finner det rimligt att vi utvecklar resonemanget något.

De senaste två åren har aktien stigit drygt 800%, och den utgör nu 29% av MSCI Vietnam Index, och 9% av MSCI Frontier Markets Index. Vingroup är ett holdingbolag vars tillgångar huvudsakligen utgörs av börsnoterade tillgångar, varav fastighetsutvecklaren Vinhomes (drygt 50% av portföljen) är den största, och elbilstillverkaren Vinfast (knappt 30% av portföljen) är den näst största. Från att historiskt handlas till en holdingbolagsrabatt på 30-40% värderas Vingroup nu till en premie på drygt 120%. Våren 2024 sågs bolaget som närmast konkursmässigt. Investeringar för att bygga den vietnamesiska elbilstillverkaren Vinfast hade dränerat bolaget på kapital, och attraktiva tillgångar hade gradvis behövts säljas av. Endast årliga miljarddonationer från huvudägaren och märkliga intertransaktioner räddade bolaget. Sedan dess har börsvärdet stigit från knappt USD 7 mdr till USD 63 mdr.



Da Lat, Vietnam. Källa: Unsplash

Av bolagets existerande portfölj anser vi endast ägandet i Vinhomes (27% räknat som andel av Vingroups börsvärde) vara investeringsbart. Bolaget har en attraktiv landbank som sträcker sig över 30 år, man bedriver sin verksamhet professionellt, har ett starkt varumärke lokalt, och kommer gynnas av Vietnams infrastruktuursatsningar. Även om vi normalt sett undviker fastighetsutvecklare p.g.a. deras cykliska natur och oregelbundna intäkter så kan vi se ett scenario där Vietnams infrastrukturutbyggnad tydligt gynnar Vinhomes då tidigare ointressanta områden blir mer

attraktiva p.g.a. förbättrad tillgänglighet. Vinhomes är redan idag en gigantisk bostadsutvecklare och tillväxten kommer bli gradvis, men till 12x årsvinsten kan vi ändå förstå dem som anser att det är en rimlig exponering mot infrastruktur i Vietnam. Men då köper man förstås Vinhomes direkt, och inte Vingroup.

Bland övriga tillgångar så är mest fokus på elbilstillverkaren Vinfast. Under 2025 sålde bolaget ca 200 000 bilar, varav 85–90% på den vietnamesiska marknaden (30–35% marknadsandel). Även om det försiggåtts av aggressiva kampanjer och huvudägaren t.o.m. startat en egen ride hailing-tjänst för att "förbättra efterfrågan" så är det imponerande. För 2026 är försäljningsmålet 300 000 bilar, varav 100 000 internationellt (jämfört med ca 20 000 under 2025). Fabriker är planerade för Indonesien, Indien, och USA. Om vi tittar på en premiumtillverkare som Tesla så nådde de stabil lönsamhet först vid 500 000 bilar. I Vinfasts fall befinner man sig i ett lägre prisskikt vilket sannolikt kräver större volymer. Härifrån kommer det bli svårare. För att fortsätta växa krävs det att man framgångsrikt konkurrerar internationellt – inte minst mot kineserna. Och sen måste man ställa sig frågan vad belöningen egentligen är. Tillverkning av elbilar är en kapitalintensiv verksamhet med oerhört tuff konkurrens och låga marginaler där det krävs att man hela tiden håller sig i teknologiutvecklingens framkant och bygger ett attraktivt varumärke. Det har tagit lång tid för kineserna att bli accepterade internationellt. Det kommer sannolikt inte bli lättare för Vietnam. Om man ändå tror på Vinfast så går det att köpa aktien på NYSE-börsen.

Istället förefaller narrativet drivas av en stadig ström av nya infrastrukturprojekt, i takt med att Vietnam under sitt nya ledarskap lanserar omfattande infrastruktursatsningar. Exempelvis tilldelades förra året Vingroups intressebolag VinSpeed (där koncernens ordförande äger en majoritet och Vingroup endast innehar en ägarandel om 10%) två höghastighetsjärnvägsprojekt till ett värde överstigande USD 10,5 miljarder. Vinhomes erhöll även godkännande att uppföra en enorm arena med kapacitet för 135 000 åskådare, till ett investeringsvärde om flera miljarder dollar (där Vingroup har ett effektivt ägarintresse om knappt 26%). Vidare omfattar tillkännagivandet av VinEnergio (där återigen Vingroups ordförande äger en majoritet medan Vingroups ägarandel uppgår till endast 19%) ambitioner att tillsammans med internationella partners bygga 100 GW (!) förnybar energikapacitet globalt. Vi talar alltså om investeringar motsvarande tiotals miljarder dollar. Vad investerare förefaller förbise är att detta rör sig om mycket kapitalintensiva



En butik i Vietnam. Källa: Unsplash

infrastrukturprojekt som kräver betydande initiala investeringar, långa utvecklingstider och som, när de väl färdigställts, typiskt genererar relativt blygsam avkastning på investerat kapital. För storskaliga infrastrukturprojekt krävs normalt åtminstone 15–20% finansiering med eget kapital. Vingroup är redan idag högt belånat, med en skuldsättningsgrad överstigande 2x eget kapital och en genomsnittlig skuldmaturitet understigande tre år. Att genomföra dessa investeringar kommer sannolikt kräva ytterligare kapitalanskaffningar, vilket innebär utspädning för befintliga aktieägare, samtidigt som eventuella avkastningar ligger minst 10–12 år fram i tiden. Vi anser inte att det i dagsläget är möjligt att tillskriva dessa projekt något meningsfullt värde, och givet bolagets historiska meritlista finns det skäl till skepsis.

Om vi summerar de delar som idag är kända så utgjorde substansvärdet per 30/4 ca. 98 000 VND/aktie. Vi anser att en holdingbolagsrabatt kring 30% är rimlig. Det gör att vi landar på en rimlig värdering på ca VND 65 000/aktie, 70% lägre än kursen vid månadskiftet (VND 214 000/aktie). På gott och ont är Vingroup ett bolag som linjerar sig med Vietnams strategiska planer. Det faktum att man överhuvudtaget överlevt tyder på en nära "relation" med myndigheterna och här ligger nog också uppsiderisken. Med detta följer dock också risker med att inte alltid agera i enlighet med minoritetsägarnas bästa i åtanke, där Vinfast-investeringen är ett avskräckande exempel på fåfängeprojekt med osäker ekonomisk nytta. Detta är anledningen till att vi aldrig investerat i bolaget, och heller ej kommer göra det.

FIGUR 1: ESTIMERAT SUBSTANSVÄRDE VINGROUP

	Kurs	# Aktier	% Ägande	Värde (VND mdr)
Vin Group	214 000	7 706		1 649 084
VinHomes	146 000	4 107	74%	440 765
Vincom Retail	32 300	2 272	18%	13 505
VinFast	4	2 338	52%	245 297
Vin Pearl	85 700	1 793	86%	131 401
Övrigt (est)			100%	20 000
Värde existerande innehav				850 968
Värde existerande innehav				850 968
Rabatt			30%	
Värde efter rabatt				595 678
Nettoskuld (est)				95 400
Motiverat värde per aktie				64 921
Aktuell aktiekurs				214 000
Uppsida / (nedsida)				-70%

Källa: Bloomberg, Tundra



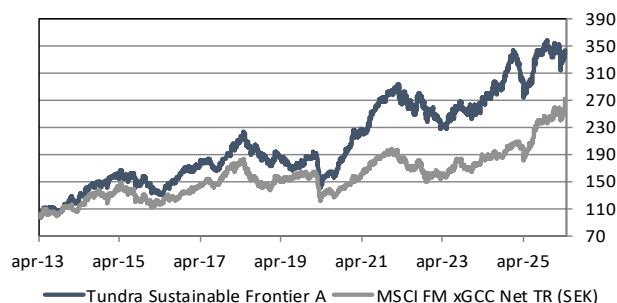
OM FONDEN

Tundra Sustainable Frontier Fund investerar huvudsakligen i världens nya tillväxtmarknader såsom Vietnam, Bangladesh, Sri Lanka, Pakistan, Egypten och Nigeria. Befolkningstillväxt, urbanisering, infrastrukturinvesteringar, en framväxande medelklass och demokratisering utvecklar dessa länder i snabb takt. Merparten utländska investerare har dock ännu inte upptäckt dessa nya aktiemarknader. Hållbarhetsaspekter är en viktig komponent i förvaltningen där varje portföljbolag måste leva upp till FN:s krav på mänskliga rättigheter, miljö, arbetsförhållanden och korruption. Fonden investerar inte i bolag med verksamhet inom sektorerna alkohol, kommersiell spelverksamhet, pornografi, tobak eller vapen eller som är involverade i utvinning av fossila bränslen eller produktion där råvaran till stor del består av fossila bränslen. Tundra är en av få förvaltare i världen med ett dedikerat analysteam fokuserat på hållbarhetsfrågor på de nya tillväxtmarknaderna. Fonden förvaltas enligt Tundras filosofi om aktiva aktieval och investeringsteamet innefattar Tundras lokala analyskontor i Asien. Läs om den senaste utvecklingen [här](#).

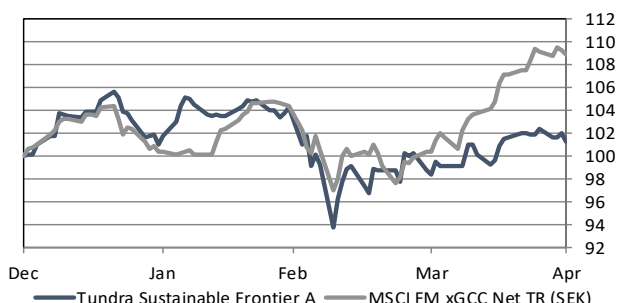
UTVECKLING

	NAV (SEK)	1 MÅN	I ÅR	12 MÅN	3 ÅR	START
Tundra Sustainable Frontier A	340,30	3,0%	1,3%	19,5%	45,9%	240,3%
Jämförelseindex	10 868,13	8,4%	8,9%	42,1%	69,3%	169,7%

FONDEN VS JMF-INDEX (SEDAN START)



FONDEN VS JMF-INDEX (I ÅR)



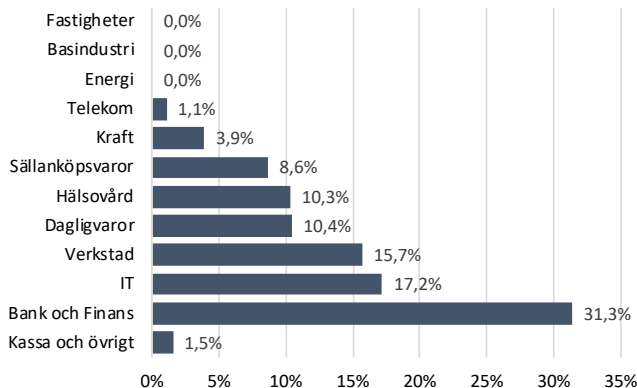
FONDENS MÅNADSUTVECKLING

	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	I år
2013				3,0%	8,7%	-4,4%	3,8%	-4,0%	-1,7%	3,1%	5,3%	2,3%	16,2%
2014	5,5%	-4,0%	5,0%	5,2%	6,0%	1,5%	4,2%	-1,6%	4,1%	-1,1%	-0,3%	2,5%	29,8%
2015	3,2%	0,7%	0,5%	0,9%	-0,1%	-3,6%	2,0%	-3,5%	-4,2%	5,5%	-0,4%	-4,8%	-4,2%
2016	-3,7%	-2,9%	-3,8%	0,1%	8,5%	1,9%	3,7%	4,1%	2,4%	3,7%	1,5%	-1,3%	14,3%
2017	-0,9%	5,3%	1,9%	1,3%	0,7%	-1,3%	-4,4%	-1,0%	5,6%	2,9%	4,1%	-0,4%	14,1%
2018	5,2%	4,1%	3,2%	3,4%	-7,2%	-0,6%	-4,4%	2,9%	-4,5%	-1,1%	-3,2%	-5,2%	-7,9%
2019	4,2%	3,7%	-1,6%	-0,2%	-3,2%	-5,3%	2,1%	2,4%	-0,4%	-0,1%	6,8%	-2,7%	5,2%
2020	3,6%	-5,9%	-20,7%	10,3%	2,6%	2,0%	-3,8%	7,4%	8,2%	3,4%	5,0%	3,7%	12,3%
2021	5,9%	0,9%	3,7%	-2,6%	5,1%	6,9%	2,8%	2,6%	3,6%	-0,9%	4,7%	-0,1%	37,3%
2022	2,0%	-0,3%	-6,5%	5,3%	-5,0%	-2,3%	-4,2%	11,4%	-4,1%	-2,9%	-1,9%	-1,0%	-10,3%
2023	-2,3%	-2,7%	-3,8%	1,1%	5,6%	-0,2%	4,9%	0,7%	-1,9%	-1,4%	2,0%	-3,7%	-2,2%
2024	0,7%	3,7%	6,6%	-0,8%	1,5%	2,7%	3,0%	0,1%	-1,6%	7,8%	4,1%	5,2%	37,8%
2025	-0,5%	-3,9%	-8,1%	-4,8%	4,2%	2,7%	11,4%	-0,3%	1,4%	4,2%	-2,6%	-3,6%	-1,3%
2026	1,7%	2,4%	-5,6%	3,0%									1,3%

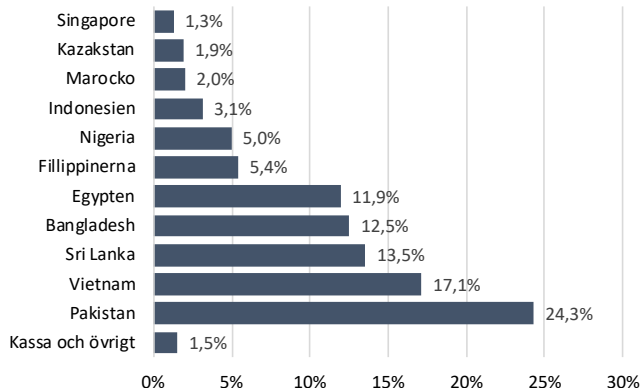
Källa: Bloomberg, MSCI, Tundra Fonder

Andelar i värdepappersfonder kan både öka och minska i värde, det är därför inte säkert att man vid försäljning alltid får tillbaka investerade pengar. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Fondens värde kan variera kraftigt p.g.a. fondens sammansättning och de förvaltningsmetoder fondbolaget använder. Informationsbroschüren, årsredovisning, halvårsredogörelse, faktablad och övrig information finns på vår hemsida. Se fullständig disclaimer på www.tundrafonder.se.

SEKTORFÖRDELNING



LANDFÖRDELNING



STÖRSTA INNEHAV

	VIKT	LAND	P/E 26E	P/E 27E	DIREKT-AVKAST.	AVKAST. 1M (SEK)
Meezan Bank Ltd	8,7%	Pakistan	9,7	9,4	5,9%	5,9%
Systems Ltd	8,0%	Pakistan	18,9	13,3	1,5%	3,3%
BRAC Bank Ltd	6,0%	Bangladesh	8,9	6,4	2,4%	6,5%
FPT Corp	5,7%	Vietnam	14,5	12,4	3,0%	-1,1%
Ree	5,2%	Vietnam	13,5	12,7	1,6%	-13,8%
Gemadept Corp	4,5%	Vietnam	19,6	16,9	2,9%	-7,3%
Commercial Intl Bank	4,4%	Egypten	6,2	6,2	4,5%	15,9%
Square Phar Ltd-Ord	4,1%	Bangladesh	7,3	6,0	7,7%	-2,0%
Windforce Ltd	3,9%	Sri Lanka	30,4	28,6	4,1%	3,3%
GB Corp	3,7%	Egypten	10,9	10,5	2,0%	10,0%

BÄSTA AKTIER I APRIL

	AVKASTNING (SEK)	SÄMSTA AKTIER I APRIL	AVKASTNING (SEK)
Zenith Bank Plc	43,2%	Century Pacific Food	-21,7%
Guaranty Trust Holding	28,5%	Medikaloka Hermina TBK	-16,8%
Asiri Hospitals	28,3%	Ree	-13,8%
Stanbic IBTC Holdings Plc	21,5%	Gemadept Corp	-7,3%
Juhayna Food Ind	16,2%	Ceylinco Insurance-Non Voting	-6,4%

FONDFAKTA

FONDFAKTA		RISKER OCH KOSTNADER*	
Startdatum	2013-04-02	Aktiv risk (Tracking error)	9,7%
Startkurs	100,00	Aktiv andel (Active share)	81,3%
Kursnotering	Dagligen	Standardavvikelse	15,0%
Förvaltare	Tundra Fonder AB	Standardavvikelse, jmf-index	12,5%
Jämförelseindex	MSCI FM xGCC Net TR (SEK)	Beta	0,92
Bankkonto	SEB 5851-10 78355	Information ratio	-1,10
ISIN kod	SE0004211282	Antal innehav	38
PPM nr	861229	Riskenivå	5 av 7 (se KIID för mer info)
Bloomberg	TUNDFRO SS	Förvaltningsavgift/år	2,5%
Andelsklasser, valuta	SEK, USD, EUR, NOK	Utdelning	Ingen utdelning
Förvalt kapital	2545,7 MSEK	EU SFDR Klassificering	Artikel 8

* Risknyckeltal beräknade på månadsavkastning under 24 månader rullande.

Källa: Bloomberg, MSCI, Tundra Fonder

Andelar i värdepappersfonder kan både öka och minska i värde, det är därför inte säkert att man vid försäljning alltid får tillbaka investerade pengar. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Fondens värde kan variera kraftigt p.g.a. fondens sammansättning och de förvaltningsmetoder fondbolaget använder. Informationsbroschuren, årsredovisning, halvårsredogörelse, faktablad och övrig information finns på vår hemsida. Se fullständig disclaimer på www.tundrafonder.se.

VIKTIG INFORMATION

Andelar i värdepappersfonder kan både öka och minska i värde, det är därför inte säkert att man vid försäljning alltid får tillbaka investerade pengar. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Fondens värde kan variera kraftigt pga fondens sammansättning och de förvaltningsmetoder fondbolaget använder. Informationsbroschyren, faktablad och övrig information finns på <http://www.tundrafonder.se/kopasalja/> och årsredovisning och halvårsredogörelse finns på <http://www.tundrafonder.se/nyheter-analys/arsredovisningar/>.

Du kan också kontakta oss om du vill att vi ska skicka dessa handlingar kostnadsfritt till dig. Har du några frågor är du välkommen att ringa oss på telefonnummer: 08-5511 4570.